

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 17520071151090

UDC \_\_\_\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

金融危机下企业并购财务风险研究

——以中联重科收购 CIFA 公司为例

The Research on Enterprises' M&A Financial Risk

Under the Financial Crisis

——A Case Study of Zoomlion's Acquiring CIFA

宋明华

指导教师姓名: 肖 虹 教 授

专 业 名 称: 会 计 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩时间: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010 年 4 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

受金融危机的影响，2007 年以来全球经济步入衰退期，金融市场的低迷迅速向实体经济蔓延，市场需求急剧减少，许多企业出现了经营困难和财务危机。在经济动荡的大背景下，投资者信心大大受挫，银行在信贷方面更加趋于谨慎，全球并购市场在危机中骤然降温。尽管如此，中国并购市场表现依然活跃，无论是国内并购还是海外并购，都保持了持续的增长。从近年发生的并购交易来看，有不少企业因为忽视并购的财务风险导致并购以失败告终，企业并购财务风险的识别和防范成为决定并购成败的关键因素。在这个时期，如何避免并购财务风险的问题，已成为理论界和实务界共同关注的焦点。

基于以上原因，本文选择对金融危机的这种经济非常态下，企业并购的财务风险问题进行探讨。首先，本文在阐述企业并购和并购财务风险基本理论后，对金融危机下全球并购总体状况做了介绍，总结了中国企业并购动机和特殊性，并对国内外研究现状进行了回顾。接着针对企业并购中的定价风险、融资风险、支付风险三项主要财务风险，结合金融危机下的特点，提出了一些风险防范的措施和建议。中联重科收购 CIFA 公司的并购案作为金融危机下典型的并购案，集中体现了金融危机下企业并购财务风险的新特点，在财务风险识别和防范方面所采取的一些措施，也是极具创新性的，值得其他企业学习和借鉴。因此，本文选择这项并购案进行了细致分析，总结出一些应用性的建议，以期能为日后的并购活动所借鉴。

本文以全球金融危机作为研究背景，力求突出金融危机下企业并购的特殊性，细致分析了金融危机对企业并购财务风险的影响，并针对主要风险点提出了一些风险防范措施，寄望于能够有效降低企业并购的财务风险，保证企业并购目标的实现。

**关键字：**金融危机；企业并购；财务风险

厦门大学博硕士论文摘要库

## ABSTRACT

Because of the financial crisis, the entire world's economy has stepped into trough since 2007. By the gloominess of money market, the real economy was negatively affected, so market demand had been reduced, and many enterprises were exposed in operating distress and financial crisis. Under the background of economy unrest, because of the lacked of investors' confidence and the carefulness of bank credit, M&A market becomes cold rapidly. In spite of that, Chinese M&A market is still very flourishing, for both domestic and foreign M&As have increased continuously. Seen from the M&A exchanges in recent years, many enterprises' M&A ended in failure because of their negligence of financial risk. The method to recognize and prevent financial risk is a key factor. So the problem how to reduce financial risk has been concerned academic and practitioners.

For these reasons, the author decides to probe into in enterprises M&A financial risk under special state of the financial crisis. Firstly, the article introduces the entire world's M&A facts, China's enterprises' M&A motivations and characteristics, and then makes a retrospect about research findings of scholars at home and abroad, after expounding the enterprises M&A and enterprises' M&A financial risk fundamental theory. Secondly, to three enterprises' M&A financial risks: pricing risk, financing risk, paying risk, the author offers some measures and proposals about preventing financial risks, while contacting the characteristics under the financial crisis. The M&A case that Zoomlion acquired CIFA, is a classic case under the financial crisis. About that case, some risk recognizing and preventing measures is innovative in many aspects. Consequently, the author summarizes some application suggestions based on analyzing every risk, so that the later M&A could draw lessons from this case.

Because this paper is based on the background of the financial crisis, the author analyses the influence of the financial crisis and puts forward some measures and

proposals about preventing financial risks in order to reach the M&A destination.

**Keywords:** Financial Crisis; Enterprises M&A; Financial Risk

厦门大学博士论文摘要库



# 目 录

<b>第一章 绪论 .....</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景 .....	1
1.2 研究意义 .....	2
1.3 本文研究思路和结构 .....	3
<b>第二章 企业并购及并购财务风险基本理论概述与分析 .....</b>	<b>4</b>
2.1 企业并购及并购财务风险基本理论 .....	4
2.1.1 企业并购基本理论 .....	4
2.1.2 企业并购财务风险基本理论 .....	7
2.2 全球金融危机下企业并购概况 .....	16
2.2.1 全球企业并购概况 .....	16
2.2.2 中国企业并购概况 .....	19
2.3 全球金融危机下中国企业并购动机及其特殊性 .....	21
2.3.1 全球金融危机下中国企业并购动机分析 .....	21
2.3.2 全球金融危机下中国企业并购的特殊性 .....	23
2.4 并购财务风险国内外研究综述 .....	25
2.4.1 国外研究综述 .....	25
2.4.2 国内研究综述 .....	27
<b>第三章 金融危机下企业并购财务风险管理 .....</b>	<b>30</b>
3.1 企业并购的定价风险管理 .....	30
3.1.1 企业并购定价风险的内容和成因分析 .....	30
3.1.2 金融危机下并购定价风险分析 .....	33
3.1.3 企业并购定价风险的防范措施 .....	35
3.2 企业并购的融资风险管理 .....	40
3.2.1 企业并购融资风险的内容和成因分析 .....	40
3.2.2 金融危机下融资风险分析 .....	43
3.2.3 企业并购融资风险的防范措施 .....	44

3.3 企业并购的支付风险管理 .....	46
3.3.1 企业并购支付风险的内容和成因分析 .....	46
3.3.2 金融危机下支付风险分析 .....	48
3.3.3 企业并购支付风险的防范措施 .....	49
<b>第四章 中联重科收购 CIFA 公司案例分析 .....</b>	<b>52</b>
<b>4.1 案例介绍 .....</b>	<b>52</b>
4.1.1 并购交易参与方简介 .....	52
4.1.2 并购过程和协议介绍 .....	54
<b>4.2 并购动机分析 .....</b>	<b>57</b>
4.2.1 中联重科的并购动机 .....	57
4.2.2 CIFA 的重组动机 .....	58
<b>4.3 并购财务风险分析与防范 .....</b>	<b>59</b>
4.3.1 企业并购战略和目标企业选择风险分析与防范 .....	59
4.3.2 目标企业定价风险分析与防范 .....	61
4.3.3 并购融资风险分析与防范 .....	65
4.3.4 并购支付风险分析与防范 .....	68
<b>4.4 经验和启示 .....</b>	<b>71</b>
4.4.1 以企业战略为并购决策出发点 .....	71
4.4.2 引入专业战略投资者共担并购风险 .....	72
4.4.3 以产业结构升级为契机，实施企业并购战略 .....	72
4.4.4 重视并购后整合，充分发挥协同效应 .....	73
<b>第五章 结论与不足 .....</b>	<b>74</b>
<b>参 考 文 献 .....</b>	<b>76</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>79</b>

## Table of Contents

<b>Chapter1 Introducion.....</b>	<b>1</b>
1.1 Research Backgrounds.....	1
1.2 Research Significance.....	2
1.3 Research Methods and Structure .....	3
<b>Chapter2 Summary and Analysis of M&amp;A and Financial Risks</b>	
<b>Fundamental Theory .....</b>	<b>4</b>
2.1 M&A and Financial Risks Fundamental Theory .....	4
2.1.1 M&A Fundamental Theory .....	4
2.1.2 M&A Financial Risks Fundamental Theory .....	7
2.2 Overview of M&A Under The Financial Crisis.....	16
2.2.1 Overview of Worldwide M&A .....	16
2.2.2 Overview of China's M&A .....	19
2.3 Motivations and Characteristics of China's M&A Under The Financial Crisis .....	21
2.3.1 Analysis of China's M&A Motivations Under The Financial Crisis .....	21
2.3.2 Analysis of China's M&A Characteristics Under The Financial Crisis.....	23
2.4 Literature Review at Home and Abroad.....	25
2.4.1 Literature Review at Abroad .....	25
2.4.2 Literature Review at Home.....	27
<b>Chapter3 M&amp;A Financial Risks Management Under The Financial Crisis.....</b>	<b>30</b>
3.1 M&A Pricing Risk Management .....	30
3.1.1 Contents and Reasons of M&A Pricing Risk .....	30
3.1.2 Analysis of M&A Pricing Risk Under The Financial Crisis .....	33
3.1.3 Prevention Measures of M&A Pricing Risk.....	35
3.2 M&A Financing Risk Management.....	40

3.2.1 Contents and Reasons of M&A Financing Risk.....	40
3.2.2 Analysis of M&A Financing Risk Under The Financial Crisis .....	43
3.2.3 Prevention Measures of M&A Financing Risk .....	44
<b>3.3 M&amp;A Paying Risk Management .....</b>	<b>46</b>
3.3.1 Contents and Reasons of M&A Paying Risk .....	46
3.3.2 Analysis of M&A Paying Risk Under The Financial Crisis .....	48
3.3.3 Prevention Measures of M&A Paying Risk .....	49
<b>Chapter4 Case Analysis of Zoomlion's Acquiring CIFA.....</b>	<b>52</b>
<b>4.1 Introduction of M&amp;A Case.....</b>	<b>52</b>
4.1.1 Introduction of M&A transaction participators .....	52
4.1.2 Introduction of M&A process and protocols .....	54
<b>4.2 Analysis of M&amp;A Motivations.....</b>	<b>57</b>
4.2.1 M&A Motivations of Zoomlion .....	57
4.2.2 Reorganization Motivations of CIFA .....	58
<b>4.3 Analysis and Prevention of M&amp;A and Financial Risks .....</b>	<b>59</b>
4.3.1 Analysis and Prevention of M&A strategy and Target Enterprise Selection Risk.....	59
4.3.2 Analysis and Prevention of Pricing Target Enterprise Risk .....	61
4.3.3 Analysis and Prevention of M&A Financing Risk.....	65
4.3.4 Analysis and Prevention of M&A Paying Risk.....	68
<b>4.4 Experience and Suggestion .....</b>	<b>71</b>
4.4.1 M&A Decision Based on Enterprise Strategy .....	71
4.4.2 Drawing into Strategic Investors to Share M&A Risk .....	72
4.4.3 Implementing M&A Strategy through Seizing on Industrial Upgrade Chance .....	72
4.4.4 Attaching Importance to Integration to Exert Synergistic Effect .....	73
<b>Chapter5 Conclusions and Shortage of Research .....</b>	<b>74</b>
<b>References .....</b>	<b>76</b>
<b>Acknowledge.....</b>	<b>79</b>

## 第一章 绪论

### 1.1 研究背景

现代企业实现扩张和发展，主要方式有两种：一是依靠自身积累的内涵式发展，二是通过并购扩张的外延式发展。随着经济全球化的发展和中国市场经济逐渐完善，并购的扩张方式较之依靠自身积累的内涵式发展具有成本上和时间上的优势，能够在较短的时间内迅速适应市场的需要，更快地在竞争中获得优势，基于此并购已成为许多企业谋求跨越式发展的重要途径。美国著名经济学家施蒂格勒说过一句非常有名的话：“没有一个美国大公司不是靠某种程度、某种方式的兼并而成长起来的，几乎没有一家大公司是主要靠内部扩张成长起来的”。可见，在西方发达成熟的市场经济环境下，企业并购不仅是一种潮流，也是企业发展壮大的必经之路。

2007 年以来，受到美国次贷危机的影响，在全球范围内引发了一场巨大的金融海啸，给各国金融体系和实体经济带来了巨大的冲击。欧美各国股市纷纷大跌，许多金融巨头面临破产和被收购的窘境，实体经济体的经营困难和业绩下滑凸显，全球经济出现了 20 世纪 30 年代以来最大的衰退。随之，有的企业股票市值大跌，有的企业出现财务危机急需资金注入，有的企业出现经营困难迫切需要出售资产进行“瘦身”，许多行业面临变革和重新“洗牌”的局面，这些外部条件都为中国企业低价并购提供了难得的良机。加之，近年来我国经济保持高速增长，财富持续积累，企业实力逐渐壮大，又有并购扩张的强烈需求，内部条件的成熟也为中国企业“走出去”提供了强有力的支持。

从政策面来看，为了应对国际金融危机的冲击，中国政府在不断加大产业重组支持力度，国务院出台了多项金融和产业政策，推动重要产业的重组进程。2008 年 12 月 3 日，国务院总理温家宝主持召开了国务院常务会议，会议提出了九条促进经济增长的政策措施，强调采取积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加大金融对经济支持力度，给予企业并购融资支持。随后，《金融三十条》和《商业银行并购贷款风险管理指引》相继颁布。这些政策的出台都为中国企业参与海外并购和产业重组提供了资金和政策支持。所以，在全球并购活动低迷的境况下，中国如火如荼的并购活动成为全球并购市场的亮点。

然而，并购的失败率也是极高的，并购的风险不容忽视。据统计，仅仅 2008 年中国企业海外并购的损失就高达 2000 亿元。<sup>①</sup>中国平安 2007 年 11 月，斥资 18.1 亿欧元成为富通集团第一大股东，随后还宣布收购富通集团下属的富通投资管理公司 50% 的股份，随着金融危机的深入，富通集团发生巨亏，给中国平安造成巨大损失，最后决定放弃收购富通投资管理公司的计划，不过这次海外并购的失败几成定局。2007 年 11 月 2 日，中信证券宣布展开和贝尔斯登的合作，购买贝尔斯登的股份，随着金融危机的深入和扩大，中信证券在重新评估后，不得不放弃了这次收购，宣告并购失败。

大量并购失败的案例不得不引起我们深思：造成并购失败的原因是什么？通过对并购失败案例的分析和反思，我们发现，其中重要的原因就是忽略了并购财务风险的防范和控制。在金融危机的背景下，企业并购的定价风险、融资风险和支付风险等财务风险表现得尤为突出，需要引起足够的重视。

## 1.2 研究意义

金融危机爆发后，不断蔓延的危机给欧美政府和企业造成了巨大的冲击和破坏，许多行业展开了在全球范围内的调整和重新“洗牌”。这也为中国企业并购扩张提供了难得的机会，中国企业实力的增强为其进行大规模的并购活动提供了保证。近些年的统计数据也印证了这一点，中国企业在全球并购活动中一枝独秀。在金融危机的大背景下，并购活动会面临更加复杂多变的外部环境，识别和防范并购财务风险变得更加困难。在并购行为实施过程中，如何识别财务风险，如何做好风险的防范和控制工作，成为困扰中国企业首要难题，也是理论界需要深入探讨的重要课题。

面对金融危机这种经济发展的非常态，并购活动势必会受到很大的影响。同时，特殊的背景也使并购活动表现出一些特有的特点，而以往学者很少对此进行针对性的研究。本文通过总结金融危机下企业并购活动的一些新特点，尝试分析并购财务风险的表现形式和突出特点，并针对此提出了一些风险防范措施。另外，本文通过对中联重科收购 CIFA 公司的经典案例进行详细分析，在对其实施的财务风险防范措施做出评价基础之上，总结出一些应用性建议，以期对计划实施并

<sup>①</sup> 资料来源：海外收购 2000 亿学费测“风浪”，2008-12-18，中国证券报。

购的企业有所帮助。

### 1.3 本文研究思路 and 结构

针对在金融危机下，如何有效识别和防范企业并购中的财务风险的问题，本文首先对并购理论、并购财务风险理论以及金融危机下企业并购进行总结和分析，接着针对企业并购中三项主要财务风险的识别和防范进行深入的探讨，最后结合中联重科并购 CIFA 的案例提出一些应用性的建议。具体而言，本文将主要包括以下五部分：

第一章为绪论。主要对金融危机下企业并购活动进行介绍，提出做好并购财务风险识别和防范工作的重要性和必要性，引出本文的研究背景、研究意义和框架。

第二章为企业并购及并购财务风险基本理论概述与分析。首先对企业并购的概念和并购的几种常见分类进行了介绍；其次对企业并购财务风险的概念进行了界定，并从并购企业流程和并购决策类型两个角度对并购财务风险的内容作了探讨；再次通过对金融危机下国内外并购活动概况的介绍，总结出金融危机下中国企业并购的动机和特点；最后对国外及国内的相关研究加以阐述，并总结和评价以往学者的主要观点与结论。

第三章为金融危机下企业并购财务风险管理。针对第二部分提出的并购财务风险分析框架逐项进行细致的探讨，对每项风险的内容和成因以及金融危机下新的特点进行了分析，在此基础上尝试提出了一些风险防范的措施。

第四章为中联重科收购 CIFA 公司案例分析。此部分首先对这项并购案的参与方和并购过程做了介绍；接着对主要并购双方的并购动机做了简要分析；再次针对这项并购案的财务风险的表现和防范进行了详细分析和评价；最后就案例中财务风险管理问题，提出了一些应用性的建议。

第五章为结论与不足。对本文的论证思路和结论做了简要的总结，并指出本文研究中的不足之处。

## 第二章 企业并购及并购财务风险基本理论概述与分析

### 2.1 企业并购及并购财务风险基本理论

#### 2.1.1 企业并购基本理论

##### 2.1.1.1 企业并购的概念

企业并购的概念来源于西方国家，通常称作“M&A”，是对企业之间的兼并（Mergers）和收购（Acquisitions）行为的总称。企业兼并和企业收购是两种不同的交易行为。

在英文词汇里，兼并的意思是“两个或两个以上的企业按照某种条件组成一个企业的产权交易行为”。兼并泛指两家或两家以上企业的合并，原企业的权利与义务由存续（或新设）企业承担，一般是在双方经营者同意并得到股东支持的情况下，按照法律程序进行合并。兼并通常包括两种形式：吸收兼并和新设兼并。吸收兼并是指兼并公司获得被兼并公司的资产和负债继续经营，被兼并的公司不复存在；新设兼并是指兼并之后被兼并公司成为兼并公司的子公司或者是子公司的一部分。这个概念和我国公司法对于“企业合并”的定义<sup>①</sup>相同。关于企业兼并的界定，有的学者将企业兼并和企业合并等同看待，二者都包括吸收合并（兼并）和新设合并（兼并）；而有的学者将兼并称为吸收兼并，将企业合并称为新设合并<sup>②</sup>。虽然理论界在术语命名和范围界定上有所区别，不过都认同了吸收合并和新设合并这两种基本形式。

收购是指一个企业以现金债券或股票购买另一个企业的部分或全部资产或股权以获得该企业的控制权的经济行为。收购的结果是被收购的企业仍以法人的形式存续，这也是并购和兼并的主要区别。在收购中可以使用现金、债券、股票，以及其他有价证券进行交易，收购的目的是获得被收购公司的控制权。收购包括收购股权与收购资产两种形式。收购股权是一个企业购买另一个企业的部分或全部股份，收购方将成为被收购方的股东，因而要承担被收购方的债权和债务。收

<sup>①</sup> 我国《公司法》第七章第一百八十四条规定，“公司合并可以采取吸收合并或者新设合并。一个公司吸收其他公司为吸收合并，被吸收的公司解散。两个以上公司合并设立一个新的公司为新设合并，合并各方解散。”

<sup>②</sup> 许子枋. 企业兼并风险研究[M]. 长沙：湖南人民出版社，2000：16.



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库